

# 財政・金融と資金循環

石 田 定 夫

## 目 次

- I. 問題の所在
- II. 資金循環における財政と金融
- III. 資金の「借り手」としての財政  
——国債発行と金融市場——
- IV. 資金の「貸し手」としての財政  
——財政投融资活動——
- V. 財政収支・通貨供給・日銀信用増減  
——財政のマネタリー・サイド——
- VI. 国債発行をめぐる資金循環の「図式論」的解釈

## I. 問題の所在

### 1. 財政と金融

「財政と金融は、ともに「貨幣に関すること」として、経済の貨幣的側面をなすものである。財政は経済の公的部門 Public Sector であり、金融は私的部門 Private Sector であるが、しかし「貨幣に関すること」としては、この両部門はとくに離れがたく結びついている。いな、貨幣の流れがこの両部門を融け込ませているといったほうがよいかもしれない。言葉を換えていえば、「財政の金融化」であり、「金融の財政化」にはかならないが、これは、

貨幣財政と近代銀行体制の発展の歸結であるということができる。」

これは故鈴木武雄博士の不朽の名著『近代財政金融』（新訂版 1966 年）の一文である（同書 271 頁から引用）。実際、先進諸国では—もちろんわが国も含めて—一国の財政規模は拡大し国民経済におけるそのウエイトは高まってきた。そして財政はいまや中央銀行を頂点とする銀行組織・金融資本市場を含む全金融システムに深く喰い込み、財政と金融は一体化している。

「財政・金融の一体化」という言葉は、わが国では比較的古くから一戦時中に遡って—今日まで用いられてきた。しかしそれはその時代背景によって、またそれを主張するひとによって、その含意が異なることに留意しなければならないが<sup>(1)</sup>、財政と金融は互いに「隣接する領域」を共有しており、両者を切り離して現代の貨幣—信用経済のしくみを理解することはできない。こうした見地から、「財政学」「金融論」というように伝統的流れではなく、両者を総合的に把握する「財政金融論」あるいは「金融経済論」への志向は現代の学問のひとつの潮流として注目に値する。その場合、財政学から金融を扱う立場と、金融論から財政の問題をとりあげる立場があろう。鈴木武雄先生は前者であり<sup>(2)</sup>、新庄博先生は後者に属する<sup>(3)</sup>。両先生はすでに幽明境を異にされて、直接ご教示を仰ぐことはできない。私は金融論サイドから、とくに「資金循環」の分析の立場から、1970 年代以降のわが国の財政と金融の「国境地帯」にスポットライトを当て、現代の貨幣—信用経済における財政・金融の関係の一側面を位置づけたいと思う。

## 2. 戦後「財政金融」問題の推移

本論にはいるまえに、戦後 50 年間のわが国経済における財政と金融、あるいは財政々策と金融政策の関係についての推移を簡潔に振り返り、本論が扱う「財政・金融」問題の座標をたしかめよう。

戦後経済の最大の課題は財政インフレの収束であったが<sup>(4)</sup>、これは 1949

年4月の「ドッジ・ライン」に基づく超均衡財政々策の実施によって達成された。その後64年度まで均衡財政政策、すなわち国債不発行主義が堅持され、財政政策は金融政策に対して「中立的」であるといわれた<sup>6)</sup>。50年代後半から60年代を通じてわが国経済の高度成長は、企業の設備投資活動の盛行によってもたらされた。銀行は企業に投資資金を弾力的に供給し、金融面から経済成長に寄与したが、半面、オーバーローン現象が発生し、その是正をめぐり「金融正常化」論が登場するにいたった。

65年度財政は景気後退により税収不足に直面したので、政府は国債不発行主義から一転、「ドッジ・ライン」以来16年振りに国債発行に踏み切った。その後毎年度、建設国債が発行され（財政法第4条但し書）、国債発行が定着化し、いわゆる「国債を抱いた財政」となったが、財政法第5条に基づき市中消化の原則が貫かれた。また政府は経済情勢に応じて国債発行を弾力的に進め、とくに68年度の景気上昇期には発行減額をおこなった。

71年8月「ニクソン・ショック」が発生、政府・日銀の爲替・金融政策の対応の不利により流動性過剰の状態となった。折しも「列島改造論」を標榜する田中内閣によって大型予算が組まれ、経済成長への強い期待が全国各界にわたって澎湃として生じた。これが日銀の金融引締め転換へのタイミングを遅らせ、公的需要と民間需要が競合し、過剰流動性と相いまって需要インフレが発生するにいたった。さらに石油危機の発生が狂乱インフレへと加速させることになった。このように円切上げ後の大インフレーションの進行は財政金融政策の失敗によるものといえようが、同時に、石油問題の勃発が複合して事態を一層悪化させることになった。

わが国経済は石油インフレの発生とその克服の過程で欧米先進国と同様に「トリレンマ」（2桁インフレ・大幅な経常赤字・マイナス成長）に陥った。70年代後半の経済調整過程において景気挺入れのために拡大財政政策がとられ、「国債大量発行」の時代となった。大量の国債が年々続けて発行され

表 1 金 融

暦 年／年 度* <sup>1</sup>		76	77	78	79	80	81	82	83
公 定 歩 合 (%)	A	6.5	4.25	3.5	6.25	7.25	5.5	5.5	5.0
コールレート (有担保日)	B	7.0	4.75	4.37	8.37	9.37	6.62	6.68	6.25
国 債 利 回 り (上場指標)	C	(8.22)	(6.68)	(6.40)	(9.06)	(8.80)	(8.18)	(7.64)	7.36
銀行貸出金利 (給金)	D	8.175	6.806	5.945	7.064	8.274	7.557	7.147	6.809
銀 行 貸 出** (前年比)	E	10.9	9.6	10.	6.5	7.3	10.7	10.8	10.8
M <sub>1</sub> (平残) "	F	13.5	7.0	10.1	10.7	2.6	3.3	5.8	3.6
M <sub>2</sub> +CD ( " ) "	G	15.1	11.4	11.7	11.9	9.2	8.9	9.2	7.4
L ( " ) "	H	...	...	...	...	...	11.1	10.7	9.8
M <sub>2</sub> +CD平残対 GDP 比	I	78.2	78.1	79.3	81.8	82.4	83.5	87.0	89.6
日経平均株価 (1000 円)	J	4.9	4.8	6.0	6.5	7.1	7.6	8.0	9.8
為 替 相 場 (円/\$)	K	293.-	240.-	195.10	239.90	203.60	220.25	235.30	232.-
卸 売 物 価 (国内) (前年比)	L	6.1	2.0	-0.5	8.7	12.5	6.2	0.3	-0.7
消費者物価 (全国) "	M	9.5	6.9	3.8	4.8	7.6	4.0	2.6	1.9
経 常 収 支* <sup>3</sup> (兆円)	N	1.36	3.53	2.41	▲3.24	▲1.59	1.37	2.30	5.72
対 GDP 比 (%)	O	0.8	1.9	1.2	▲ 1.4	▲ 0.6	0.5	0.8	2.0
外貨準備高 (億ドル)	P	170	292	288	185	270	272	240	251

(資料) 日本銀行調査統計局「経済統計年報」1991年版, 1995年版。

(注) \*1 A~K 暦年, L~P 年度。

(国債依存度 76~80 年 30%), その長短金融市場へのインパクトは予想以上に大きく、これが金融自由化への引き金となった。

80 年代にはいるころ国債大量発行の弊害は財政の硬直化の問題となつてあらわれた。国債残高の対 GDP 比率は 84 年度以降 40% 台、一般会計歳出のうち国債費比率は 85 年度以降 10% 台に高まった。そのため政府は中立的ないし緊縮気味の財政政策をとり、財政再建へのスタンスを強めた。

85 年 9 月 G5「プラザ合意」後のドル安一円高過程において金融緩和政策が強力に進められ、景気は拡大した。その間、財政は税収増加によって改善され、国債依存度は 88~91 年度に 10% 前後に低下した。しかしバブル崩壊と景気調整過程において財政金融面から再び景気支持策がとられた。歴史的な低金利政策が進められ、国債発行額が増加した。その結果、財政は再び悪化し、95 年度国債依存度は 28%、国債残高の対 GDP 比率は 46% に上昇し

財政・金融と資金循環

主 要 統 計

84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	
5.0	5.0	3.0	2.5	2.5	4.25	6.0	4.5	3.25	1.75	1.75	0.5	A
6.43	7.87	4.562	4.125	4.375	6.656	8.343	5.562	3.906	2.437	2.281	0.46	B
6.46	5.55	5.260	4.510	4.750	5.720	7.100	5.380	4.515	3.040	4.585	2.905	C
6.568	6.467	5.505	4.936	4.930	5.782	7.697	6.989	5.552	4.414	4.047	2.788	D
11.4	12.0	12.1	12.6	10.2	10.8	7.5	4.1	2.4	...	0.1	1.3	E
2.8	5.0	6.9	10.5	8.4	4.1	2.6	5.2	4.5	3.0	5.4	8.2	F
7.8	8.4	8.7	10.4	11.2	9.9	11.7	3.6	0.6	1.1	2.1	3.2	G
9.4	9.4	9.5	10.1	9.8	9.4	9.6	5.3	3.5	3.9	3.3	3.9	H
90.6	92.1	95.6	101.2	105.3	108.2	112.3	109.1	106.7	107.1	108.4	111.5	I
11.5	13.1	18.7	21.5	30.1	38.9	23.8	22.9	16.9	17.4	19.7	19.8	J
251.58	200.60	160.10	122.－	125.90	143.40	135.40	125.25	124.65	111.89	99.83	102.91	K
0.3	－1.7	－5.4	－1.6	－0.6	2.7	1.2	0.4	－1.0	－1.8	－1.3	－0.8	L
2.2	1.9	0.0	0.5	0.8	2.9	3.3	2.8	1.6	1.2	0.4	－0.1	M
9.02	12.08	14.9	11.3	10.0	8.8	5.6	11.3	15.0	14.2	12.4	9.5	N
3.0	3.7	4.4	3.2	2.6	2.2	1.3	2.4	3.2	3.0	2.6	1.9	O
265	279	584	848	993	735	699	682	700	1,017	1,415	2,039	P

\*2 全国銀行から国内銀行への表示分類変更、合併等の事情がある。

\*3 経常収支 (N) 旧 IMF 方式。

た (後述表 2 参照)。

このように戦後 50 年間のうちとくに 70 年代以降 25 年間、日本経済は対外的には日本円の対ドル相場の動揺と変動を繰り返してきたが、国内では景気変動を通して財政は再び不健全化の問題に直面するにいたった。財政と金融の関係もこうした視点から検討することが重要であろう。

### 3. 問題の提起

本稿では戦後 50 年間における山積する財政・金融問題のうち、70 年代後半 (昭和 50 年代) の国債大量発行、および 90 年代前半 (平成時代) の国債増発再来の現局面に重点をおきながら、資金循環分析の見地から 70 年代以降現在までの 25 年間の財政と金融の問題について考察することにする。私は本稿において政策的提言をおこなうつもりは全くない。ただ、論点は多岐

にわたるので、以下、あらかじめ記述の大筋を説明しておこう。

まずⅡにおいて資金循環図のなかで財政と金融の位置づけを素描し、Ⅲ・Ⅳ・Ⅴにおいて各論点について統計的に観察する。私は鈴木博士に従い財政と金融の関係について「借り手」としての側面と「貸し手」としての側面をとりあげ<sup>(6)</sup>、Ⅲにおいて財政の「借り手」としての側面、すなわち国債発行の問題を、Ⅳにおいて財政の「貸し手」としての側面、すなわち財政投融资活動をとり扱う。Ⅴにおいて財政の「マネタリーサイド」、すなわち財政とマネーサプライの増減、日銀信用の増減の関係などをとりあげる。そして最後にⅥにおいて、私の「図式論」の立場から「国債発行をめぐる資金循環」のしくみとその変動のメカニズムについてまとめてみたい。

喜多 登先生はこのたび目出たく古稀をお迎えになられた。本稿は喜多先生にお祝いと感謝をこめて執筆寄稿するものである。

#### 注

- (1) 戦時中は「財政金融政策」の名のもとに金融政策は財政政策に従属していた。これは戦時中は国家目的の達成という戦時非常態勢下におけるやむをえない姿であるが、正常な経済においては金融政策と財政政策はそれぞれ固有の目的のために運営され、それぞれの機能を発揮させていくべきであろう。ここに財政政策と金融政策の分離、金融政策の中立性の問題がある。これは本稿の目的ではないので、このテーマには立ち入らない。
- (2) 鈴木 [1]。
- (3) 新庄 [2]。
- (4) 戦争によって潰滅した生産力の復興とインフレの安定が戦後経済の緊急課題であった。復興と安定のどちらを優先するかは、当時の大きな争点であった。GHQは最終的には「インフレ安定」がより重要であると判断して「ドッジ・ライン」の実施を政府に指示した。なお石田 [5] 参照。
- (5) 経済の成長過程では多額の租税の自然増収が生じ、それが補正予算によって追加的支出に充てられた。それは形式上は均衡財政であっても、実態的には拡大財政であったとみられる。
- (6) 鈴木 [1]。

## Ⅱ. 資金循環における財政と金融

### 1. 資金循環図と資金循環勘定体系

広く経済全体における通貨・信用の流れは、通貨が財貨・サービスの売買の決済に用いられる「通貨の産業的流通」と、通貨が資金の貸借に用いられる「通貨の金融的流通」に分けることができる。最も簡潔なモデルでは前者は企業と家計の2部門間における財貨・サービスの「生産—流通—消費・投資」の過程と、後者は銀行の「貸出—預金」取引として示される。「財政」の問題を導入すると、政府は民間部門から租税を徴収し、生活保護法にわる扶助手当を支給する通貨の流れがあらわれてくる。これは公権力を前提とする財政と民間（企業・家計）の間における通貨の流れであり、鈴木博士はこれを「通貨の強権的無償流通」として第3のカテゴリーとして扱われる<sup>1)</sup>。私は前著において租税等の財政による通貨の流れも生産—所得過程によって創出された付加価値のいわば分流であるから、「産業的流通」の大きなカテゴリーに含めて扱ってきた。資金循環分析の課題は、資金の金融的流通の態様をとらえ、通貨の産業的流通と金融的流通の交渉関係を明らかにする点にある、と考えられるからである。

さて図1は、国内経済を民間部門・公共部門・海外部門・広義金融市場の4部門に分けて、開放体系下における民間・公共・海外の3部門相互間における通貨の産業的流通と、これら3部門と「広義金融市場」financial marketsの間における資金の金融的流通の輪郭を示すものである。民間部門は企業・家計両部門を含み、公共部門は中央政府（国）と地方公共団体を含む。海外部門はわが国の対外収支を相手国サイドからみたものである。「広義金融市場」は、中央銀行・銀行・機関投資家・証券市場など全金融機関・市場を含む金融セクターの全体であり、内外経済部門との間で資金の流入（受信）

図1 開放体系下の資金循環図(1994年度)

(単位: 兆円)

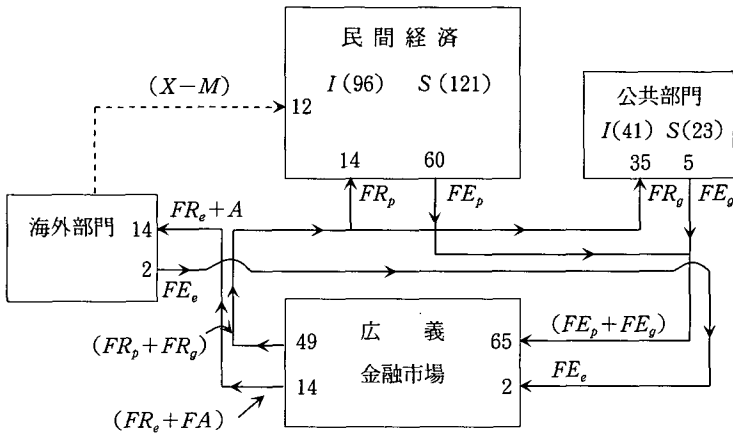


図2 資金循環勘定体系

- (1) 所得収支  $I_p + I_g + (X-M) = S_p + S_g$   
(96)(41) (12) (121)(23)
- (2) 民間部門  $S_p - I_p = FE_p - FR_p$   
(121)(96) (60) (14)
- (3) 公共部門  $S_g - I_g = FE_g - FR_g$   
(23)(41) (5) (35)
- (4) 海外部門  $(X-M) = (FR_e + FA) - FE_e$   
(12) (14) (2)
- (5) 広義金融市場  $FR_p + FR_g + \underbrace{FR_e + FA}_{(14)} = FE_p + FE_g + FE_e$   
(14) (35) (14) (60) (5) (2)

(注)  $S$  貯蓄,  $I$  投資,  $FE$  (funds employed) 資金運用,  $FR$  (funds raised) 資金調達, 外貨準備増減, 添字  $p \cdot g \cdot e$  それぞれ民間・公共・海外部門



と流出（与信）をおこない、通貨の供給と金融の仲介機能を担っている。

民間部門による実体経済活動と貿易活動は、通貨の産業的流通の過程において営なまれ、また政府の財政活動もこの産業的流通の過程においておこなわれる。これらの経済活動は国民所得の循環としてとらえられ、その成果は民間・公共・海外3部門の投資・貯蓄バランスとして示される。そして、この産業的流通に必要な通貨の供給、部門間の投資と貯蓄を結ぶ資金の貸借、さらに対外的決済としての外国為替の売買は、すべて「広義金融市場」との間の取引によっておこなわれる。図2はこれら4部門の投資・貯蓄・資金循環の勘定体系を整理したバランス式である<sup>(2)</sup>。

開放体系下における実体経済活動は投資・貯蓄・経常収支差額バランスで示される（(1)式）。民間・公共両部門の貯蓄・投資差額、海外部門で示される経常収支差額は、それぞれ「広義金融市場」との金融取引によってファイナンスされる（(2), (3), (4)式）。「広義金融市場」は、これら内外3部門との間の資金の供給（与信）と受入（受信）のバランスを示す（(5)式）。

本題である公共部門（財政）についていえば、公共部門が資金不足（財政赤字）であるときには、赤字額だけ広義金融市場からの資金純調達が必要である。この場合、民間部門が資金余剰（貯蓄超過）であり、その額が公共部門の資金不足を上回っているならば、公共部門の資金不足は国内貯蓄によって、すなわち国内の広義金融市場においてまかなうことができる。しかし、逆に民間部門の資金余剰が公共部門の資金不足を下回っているときは、その不足は海外からの借入れによってファイナンスされることになる。

この関係を図2の基本式で説明すると、(3)式は公共部門の資金不足とそのファイナンスの関係を示し、(5)式は広義金融市場において公共部門の資金不足が調達される関係を示す。「広義金融市場」において民間・公共・海外3部門の資金需給は相互に競合関係にたつ。もちろん(5)式は定義式であり、事後的に貸借均衡するが、「事前的」には均衡するとは限らない。そこ

に金融の逼迫・緩和が生ずる。

## 2. 1994年度の資金循環図

図1には1994年度の4部門モデルの投資・貯蓄・資金循環バランスの計数が注記されている。同図において投資・貯蓄バランス面では民間部門は25兆円の貯蓄超過、公共部門は18兆円の投資超過、対外経常収支は12兆円の黒字となる。誤差5兆円（若干大きい）を考慮すれば、部門間の投資・貯蓄バランスは成立する。

資金循環バランスでは民間部門の「広義金融市場」から資金調達14兆円、資金運用は60兆円、差し引き資金余剰は45兆円（金融部門の資金不足6兆円を調整すると資金余剰39兆円）である。これは上述の民間部門の貯蓄超過に照応する。公共部門は資金調達35兆円、資金運用5兆円、その他計数3兆円を含めると、差し引き資金不足は27兆円となる。これは上記の公共部門の投資超過の状態に照応する。海外部門との関係では海外部門のわが国からの資金調達（わが国対外債権増）は14兆円、わが国への資金運用（わが国対外債務増）は2兆円、差し引き12兆円の資金不足となる。これはわが国経常収支の黒字12兆円に即して資本収支が外貨準備の増加を含め同額の赤字（純貸付）であることを示す。すなわち、94年度の経済全体のバランスとしては、民間・公共両部門（金融部門の調整もあわせて）を含む国内経済全体では12兆円の資金余剰となり、これが経常収支黒字の海外へのリサイクル分として対外資本純貸付12兆円に見合うことになる。

「広義金融市場」は、上述の内外経済部門の資金の調達と運用を金融機関・証券市場サイドからとらえ直したもので、そのバランスシートは内外両部門に対する資金の供給（与信）と両部門からの資金の受入（受信）の関係を示す。その与信面では対内与信は49兆円、対外与信は14兆円、受信面では国内資金が65兆円、海外資金の流入が2兆である。与信・受信バランス面の

不一致 4 兆円は金融部門自体の資金不足 6 兆円にほぼ相当する。

「広義金融市場」の中核は金融機関の貸出および証券投資による資金供給であり、国内経済部門に対する市場全体の資金供給 49 兆円のうち金融部門は 40 兆円を占める（後述表 7 参照）。うち民間金融部門が 12 兆円、公的金融部門が 28 兆円である。受信面は預金・信託・保険・金融債などの資産形態であり、民間金融部門が 31 兆円（うちマネーサプライ  $M_2 + CD$  増加 17 兆円）、公的金融部門が 24 兆円（うち郵便貯金 14 兆円）である。公的金融部門は資金運用部・簡保年金資金・政府金融機関・郵便貯金制度から成り、その金融活動は財政投融资とよばれるものである。94 年度の公的金融部門の与信額が民間金融部門のそれを大きく上回っているが、それはバブル崩壊後の景気調整期という正常でない情勢を示すもので、この点は後段でとりあげよう。

ところで、図 1 において公共部門は投資・貯蓄バランスで投資超過（貯蓄不足）であり、これは財政収支の赤字を意味する。財源不足を調達するため公共部門は国債・地方債等の発行あるいは資金運用部等からの借入に依存している。これは公共部門も民間部門と同じく金融市場に対して資金の「借り手」の立場にあることを示す。もちろん政府（国）と地方公共団体とは、資金調達の形態は異なる。また「広義金融市場」における公的金融部門の金融活動、すなわち財政投融资活動は、政府が公共・民間・海外部門に対して資金の「貸し手」としての役割を担っていることを示す。

図 1 の計数は投資・貯蓄・経常収支・資金循環のフローであるが、94 年度末の金融資産負債残高（ストック）の計数にふれておこう。民間部門は金融資産残高 1,527 兆円、金融負債残高 1,065 兆円、差し引き金融純資産残高 462 兆円であり、公共部門は前者 185 兆円、後者 422 兆円、差し引き金融純負債残高 237 兆円である。国内経済全体では金融純資産残高 224 兆円となる。そのうち有価証券とくに株式の評価増（発行価額と保有価額の差額）が 150

兆円見当と推計されるので、これを除く純資産残高は74兆円となる。一方、わが国の対外資産残高は250兆円、負債残高が176兆円、差し引き対外純資産残高は74兆円である。国内金融資産と負債は相互に見合い相殺されることから、最終的に国内金融純資産残高は対外純資産残高に等しいことになる。金融純資産残高と有形資産残高の合計が国富である<sup>(3)</sup>。

注

(1) 鈴木 [1] 16～18頁。

(2) 石田 [4]

(3) 金融資産を  $FA$ 、金融負債を  $FL$ 、国内資産負債分を添字  $d$ 、対外資産負債分を同じく  $e$ 、金融純資産を  $NA$ 、有形資産を  $R$ 、正味資産（国富）を  $W$  とすれば、次の残高バランス式がえられる。

$$(FA_d + FA_e) - (FL_d + FL_e) = NA$$

$$FA_d = FL_d \quad \therefore FA_e - FL_e = NA$$

$$NA + R = W$$

### Ⅲ. 資金の「借り手」としての財政

#### ——国債発行と金融市場——

#### 1. 財政・GDP 統計

まず中央財政と地方財政の合計額の経済全体に占めるウェイトからみていこう。中央財政・地方財政純計額の対GDP比率（表2のE）は、高度成長期60年代は20%以下、70年代前半に20%台となり、さらに第一次石油危機後の調整過程の70年代後半には30%弱に上昇、第二次石油問題後の調整過程の80年代前半も29%の高水準を続けた。しかし80年代後半の円高景気期にはその比率は27%前後に若干低下し、景気調整期にはいった90年代初めもおおむね27%前後で推移したが、93年度には30%に高まった。

次にGDP統計によって公共部門の支出（経常支出・資本支出合計）の動

きをみると、その比重は景気変動にともなって緩やかであるが循環的に動いている。すなわち、60年代の高度成長期には15～17%（経常・資本支出各7～8%）、第一次石油危機後の調整過程の70年代後および第二次石油危機後の80年代当初には19～20%（各10%）に上昇した。景気回復の80年代半ばには16%（経常支出9%、資本支出7%）、さらに80年代後半の円高景気下では15～16%（経常支出9%、資本支出6.5%）に低下した。そして90年代入りの景気調整期には18～19%（経常支出9～10%、資本支出8～9%）に高まった。こうした公的支出のウェイトの循環的な動きは、民間企業のそれが公的支出と非対称的な動きをたどっていることから明らかであろう。

## 2. 部門別資金過不足バランス

次に資金循環統計によって財政の「借り手」としての側面をみてみよう。

第1の資金循環統計は表3「部門別資金過不足」である。部門別「資金不足」とは、各部門の資金の調達・運用の差額であるが、同時に、それは当該部門の投資・貯蓄の差額に相当する。それは経済実体面から資金循環面に及ぼすインパクトの大きさを集約的に示す数値である。表3は、日本経済を構成する企業・個人・公共・海外の各部門の「資金過不足」の対GDP比率の推移をまとめたものである。

60年代の高度成長期には企業部門の資金不足（投資超過）は対GDP比率で7%台を示し、公共部門（政府・地方公共団体・公団）はほとんど中立的（1～2%の僅小値）にとどまった。個人部門は逆に対GDP比率で8%の高水準の資金余剰（貯蓄超過）を続けていた。つまり、均衡財政下の公共部門はおおむね中立的であったなかで、旺盛な投資活動を営んだ企業部門が主要な資金の借り手であり、他方、個人部門が豊富な貯蓄資金を形成して最大唯一の資金の貸し手となった。

この間、戦後久方ぶりに国債発行の幕開けとなった65年度以降の60年代

表2 財政関

年 度		76	77	78	79	80	81	82	83
中央財政(兆円)	A	24.5	29.1	34.1	38.8	43.4	46.9	47.2	50.6
地方財政(“)	B	28.9	33.4	38.3	42.1	45.8	49.2	51.1	52.3
純 計(“)	C	42.8	49.8	57.9	65.3	71.0	76.5	79.8	84.7
財政投融资(“)	D	11.2	13.4	14.0	16.2	18.1	19.4	20.6	20.7
純 計(C)/GDP(%)	E	25.0	26.2	27.7	29.0	28.9	29.3	29.2	29.7
租税負担率(%)	F	18.8	18.9	20.6	21.4	22.2	22.8	23.1	23.4
(対国民所得比)									
国債依存度(%)	G	29.4	32.9	31.3	34.7	32.6	27.5	29.7	26.6
国 債 残 高*(兆円)	H	22.1	31.9	42.6	56.3	70.5	82.3	96.5	109.7
対 GDP 比(%)	I	12.9	16.8	20.4	25.0	28.7	31.6	35.3	38.4
GDP 名目(兆円)	J	171.3	190.0	208.6	225.2	245.5	260.8	273.3	285.6
名目成長率(%)	K	12.4	11.0	9.7	8.0	9.0	6.2	4.8	4.5
実質成長率(%)	L	3.8	4.5	5.4	5.1	2.6	3.0	3.1	2.5
(名目構成比)									
民間需要(%)	M	80.5	78.7	79.0	81.8	81.2	80.1	80.6	80.0
消 費	N	57.7	57.6	57.9	59.0	58.5	58.5	59.8	60.2
設備投資	O	14.9	13.9	14.1	15.1	15.7	15.4	14.8	14.7
財政需要	P	18.6	19.3	19.8	19.6	19.3	19.1	18.5	18.0
經常支出	Q	9.8	9.8	9.7	9.7	9.8	10.0	9.9	9.9
資本支出	R	8.6	9.3	10.0	9.8	9.5	9.2	8.8	8.2
純 輸 出	S	0.9	1.9	1.2	-1.4	-0.4	0.8	0.9	2.0

(資料) 日本銀行調査統計局「経済統計年報」1995年版

表3 部門別資金過不足一対 GDP 比率

(単位: %)

年 度	71~75	76~80	81~85	86~90	91~95	91	92	93	94	95
企 業	-6.5	-2.7	-2.5	-4.9	-2.0	-7.2	-5.2	-3.0	0.9	4.0
個 人	10.1	9.7	10.2	8.6	8.7	8.5	9.3	10.3	8.4	6.9
公 共	-4.3	-7.6	-6.0	-0.5	-3.5	1.1	-1.5	-3.4	-5.6	-7.9
(政 府)	(-0.2)	( 4.0)	(-3.3)	(-0.2)	(-0.9)	( 2.0)	( 0.4)	(-0.5)	(-2.1)	(-4.4)
(公団・地共)	(-4.1)	(-3.6)	(-2.7)	(-0.3)	(-2.6)	(-0.9)	(-1.9)	(-2.9)	(-3.5)	(-3.5)
金 融	1.0	0.8	0.4	-0.7	-0.5	0.2	0.7	-1.0	-1.1	-1.1
海 外	-0.4	-0.2	-2.1	-2.6	-2.7	-2.6	-3.3	-2.9	-2.6	-1.9

(資料) 日本銀行調査統計局「資金循環協定」「資金循環勘定応用表」(以下同じ、表示略す)

財政・金融と資金循環

係・GDP 統 計

84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	
51.5	53.0	53.6	57.7	61.5	65.8	69.3	70.5	70.5	75.1	73.6	78.0	A
53.9	56.3	58.7	63.2	66.4	72.7	78.5	83.8	89.6	93.1	80.9	92.5	B
85.7	88.9	93.2	99.0	104.3	111.9	120.1	126.3	132.7	140.4	127.2	131.5	C
19.6	20.5	21.5	27.6	29.5	33.0	35.8	38.2	46.1	52.5	47.9	48.2	D
28.1	27.4	27.2	28.0	27.7	27.8	27.8	27.7	28.6	30.1	26.7	27.0	E
23.9	24.1	25.0	36.6	27.5	27.8	28.1	27.3	25.5	25.3	23.8	24.0	F
24.8	23.2	21.0	16.3	11.6	10.1	10.6	9.5	13.5	21.5	22.5	28.2	G
121.7	134.4	145.1	151.8	156.8	160.9	166.3	171.6	178.4	192.5	206.6	225.2	H
39.9	41.4	42.9	42.9	41.6	40.0	38.4	37.6	38.4	41.2	44.1	46.2	I
305.1	324.3	339.4	355.5	379.6	406.5	438.9	463.9	472.6	476.5	478.6	487.2	J
6.8	6.3	4.6	4.8	6.8	7.1	8.0	5.7	1.9	0.8	0.4	1.8	K
4.1	4.1	3.1	4.8	6.0	4.4	5.6	3.1	0.4	0.2	0.5	2.2	L
79.8	80.2	79.5	81.0	82.3	83.3	83.6	82.2	80.5	79.7	79.9	79.9	M
59.2	58.8	58.6	58.6	58.3	58.2	57.6	57.2	57.9	59.0	59.8	60.0	N
15.5	16.3	15.9	16.1	17.5	18.6	19.6	19.3	17.6	15.5	14.5	14.8	O
17.3	16.3	16.4	16.3	15.5	15.5	15.6	15.7	17.1	18.1	18.2	18.8	P
9.8	9.6	9.6	9.3	9.1	9.0	9.0	9.0	9.2	9.5	9.7	9.7	Q
7.5	6.6	6.6	6.9	6.6	6.5	6.5	6.8	7.8	8.7	8.5	9.1	R
2.9	3.5	4.2	2.8	2.1	1.2	0.9	2.0	2.4	2.2	1.9	1.3	S

\* 国債残高 H は普通国債。表 5・6 の国債は普通国債のほか IMF 出資国債などを含む。

後半には公共部門の資金不足は若干増加した。しかし公共部門の資金不足が目に見えて拡大したのは 70 年代後半である。石油危機克服後の景気調整過程において企業部門の投資活動は沈静化し、資金不足の対 GDP 比率は 3% 以下に大きく低下し、公共部門のそれは 7% 台に上昇した。こうして部門別資金過不足バランスからみた資金の借り手の主役は企業部門から公共部門に変わることになった。この傾向は 80 年代前半に及んだ。この間、わが国經常収支の黒字は拡大し、海外部門の資金不足は対 GDP 比率 2% となった。個人部門の資金余剰は同比率 10% の高水準に及び、資金の貸し手としてのウエイトは一層高まった。個人部門の貯蓄超過の資金はいまや国内の企業・公共部門の資金不足のみならず海外部門への資本純輸出にもあてられるかた

ちになった。

85年9月「プラザ合意」後の円高過程において財政金融面からの景気刺激策が効を奏し、企業投資は再燃し「資金不足」が拡大、対GDP比率で5%に戻った。公共部門は税収増加に恵まれ、かつ財政再建の旗印のもとに慎重な政策スタンスがとられたため88～91年度には資金余剰に転じた。この結果、公共部門の借り手としてのウェイトは低下し、代って資金不足幅の拡大した企業部門と海外部門の借り手としてのウェイトが高まった。

90年代になり景気調整が長期化し、企業部門の資金不足の規模は縮小し94年度には資金余剰に転じ、さらに95年度にはその資金余剰額が拡大した。代って公共部門の資金不足の比率が上昇し94～95年度には対GDP比率で6%前後を記録した。これは70年代後半（昭和50年代前半）の財政時代に匹敵する高水準である。

### 3. 国内経済部門の資金調達

第2の資金循環統計は表4「国内経済部門の資金調達」である。同表は企業・個人・公共3部門が「広義金融市場」からの資金調達の動きを集計した計表である。前表3「部門別資金過不足」が各部門の資金調達・運用の純額を示すのに対して、表4は「資金調達額」自体の計数である。前表に続いて同表によって公共部門の借り手としての動きをみるが、順序としてまず民間・公共両部門を合わせた国内経済全体の過去25年間の動きをたしかめることから始めよう。

国内経済全体の資金調達額の対GDP比率は、①66～70年度間（ニクソン・ショック前）の22%から、②71～75年度間のインフレ時代には企業部門の借入需要の増大によって27%に高まり、経済全体の資金循環の規模が拡大した。③76～80年度間の景気調整期・財政時代には企業部門の需資が減退したものの、代って公共部門とくに政府の資金調達が国債増発を主因に増加



財政・金融と資金循環

表 4 国内経済部門の資金調達

(単位：兆円)

年 度	71～75	76～80	81～85	86～90	91～95	91	92	93	94	95
〔部門別〕										
企 業	84.8	75.1	123.2	270.5	85.7	35.3	25.7	13.7	6.5	4.5
個 人	31.7	48.7	51.8	116.6	41.4	11.9	8.2	5.4	7.5	8.4
公 共	42.5	116.8	114.3	67.7	126.9	11.0	18.9	23.3	34.6	39.1
(政 府)	(16.6)	(74.2)	(70.5)	(42.6)	(65.2)	( 3.9)	(10.2)	( 9.5)	(18.5)	(23.1)
(公団・地公)	(25.9)	(42.6)	(43.6)	(25.1)	(61.7)	( 7.1)	( 8.7)	(13.8)	(16.1)	(16.0)
合 計 (FR)	159.1	240.7	289.4	455.1	254.1	58.2	52.8	42.4	48.7	52.0
〔形態別〕										
借 入 金	121.7	142.7	189.5	315.9	146.4	39.3	37.2	27.9	24.0	18.0
(民間金融)	(94.5)	(91.4)	(138.8)	(262.5)	(52.6)	(24.6)	(17.5)	( 3.8)	(-0.7)	( 7.4)
(公的金融)	(27.1)	(51.3)	(50.7)	(53.3)	(93.8)	(14.7)	(19.7)	(24.1)	(24.7)	(10.6)
証 券 発 行	34.8	96.1	100.5	113.1	107.7	18.5	17.2	16.1	25.1	30.8
債 券	27.2	79.2	82.7	50.4	110.9	12.1	16.6	24.6	25.9	31.7
(国 債)	(12.2)	(56.2)	(64.6)	(31.9)	(59.3)	( 5.2)	( 7.3)	(14.2)	(14.0)	(18.6)
株 式	5.2	6.1	9.0	26.0	4.1	1.1	0.4	0.9	0.9	0.8
フォーマーシャル・ペーパー	—	—	—	11.2	-3.4	-1.5	0.1	-1.0	-0.4	-0.6
対 外 借 入	2.6	2.0	-0.4	14.9	3.4	1.9	-1.7	-0.6	-0.0	3.8
FR/GDP (%)	27.1	23.1	20.0	23.7	10.7	12.5	11.1	8.9	10.2	10.7
(構成比)	民間借入	16.1	8.8	9.6	13.7	2.2	5.3	3.7	0.8	1.5
	国 債	2.1	5.4	4.5	1.7	2.5	1.1	1.5	3.0	2.9
	企 業	53.3	31.2	42.6	59.4	33.7	60.6	48.7	32.3	13.3
	個 人	19.9	20.2	17.9	25.6	16.5	20.4	15.5	12.7	15.4
	公 共	26.7	48.5	39.5	14.9	50.0	18.9	35.8	55.0	71.1
	(政府)	(10.4)	(30.8)	(24.4)	( 9.4)	(25.7)	( 6.7)	(19.3)	(22.4)	(38.0)

し、資金調達全体の対 GDP 比率は 23%を示した。④その後 81～85 年度の第二次石油問題後の景気調整期には景気回復にともなって企業の借入需要が持ち直したが、財政再建の効果もいくらかあらわれて、資金調達の比率は 20%に低下した。ところが、⑤86～90 年度の円高景気下では企業部門の借入需要が著増したため、公共部門の借入需要が減少したものの、全体としての同比率は 24%に上昇した。さらに⑥平成不況の 91～95 年度には企業部門の借入需要の減少を主因に経済全体の資金調達の対 GDP 比率は 11%以下に大きく低下した。94～95 年度には国債増発を中心に公共部門の借入需要が

増加し、全体の対 GDP 比率は 93 年度 9%より上昇し 94 年度 10%、95 年度 11%となった。

次に同じく表 4 によって、こうした資金調達動きを部門別・資金形態別にみよう。企業部門の資金調達としては、金融機関借入金、事業債・株式・外債の発行、対外借入れ、個人部門では借入金、公共部門については政府は国債・政府短期証券の発行（そのほか政府機関の資金運用部からの借入金）、地方公共団体・公団は地方債・公団債の発行、資金運用部や民間金融機関からの借入金などである。

さて表 4 の観察期間は 70 年代から始まるが、60 年代には企業部門が資金調達全体の 60%以上のシェアを占め、公共部門と個人部門はそれぞれ 20%以下であった。70 年代半ば 74～75 年度に公共部門のシェアは約 35%（うち政府 16%）に上昇、国債時代の 70 年代後半には一躍 50%（うち政府 30%）に上昇した半面、企業部門は 30%台に低下した。財政再建が進められた 80 年代前半には公共部門のシェアは 40%（うち政府 24%）に低下し、景気拡大期の同後半には 15%（うち政府 10%）に大きく低下した。この間企業部門のそれは 43%から 60%に上昇し、60 年代の高度成長期のパターンに類似してきた。しかし 90 年代前半 5 年間を通じて公共部門のシェアが 50%（うち政府 26%）に上昇したが、企業部門は 34%に低下した。とくに 94～95 年度には公共部門とくに政府部門の資金調達が国債の増発により増加し、公共部門のシェアは 73%（うち政府 40%）に上昇した。

表 4 の下段の資金調達手段の内訳では、金融機関借入金と並んで、とくに国債その他の公共債の動きに注目しよう。

国債発行の幕開けは 65 年度第 4 半期であったが、当初の発行額は各年度 5,000 億円程度、GDP の 1.0%（60 年代後半）にとどまった。しかし 70 年代後半には一般会計の国債依存度は 30%を超え、発行額は年々 10 兆円台に乗り、とくに 79～80 両年度は 14 兆円を記録、76～80 年度の対 GDP 比率も

5.4%となった。80年代前半には政府は国債発行削減に努め国債依存度は徐々に低下したが（85年度23.2%）、国債発行額の対GDP比率は81～85年度で4.5%を占めた。国債発行額が顕著に減少したのは、景気が拡大した87年度から91年度までであって、国債依存度は10%に低下、国債発行額の対GDP比率も86～90年度では1.7%にとどまった。ちなみに86～90年度には民間金融機関借入金の対GDP比率は13.7%であり、それはかつての高度成長期とほぼ同じ数値（66～70年度14.3%）に相当する。しかし平成不況期とくに93年度以降は国債発行額が14兆円に増加、国債依存度は20%以上に急上昇し、対GDP比率も3%となった。半面、民間金融機関の貸出金は伸び悩み、貸出増加額の対GDP比率はほとんどゼロ%になった。まさに「国債時代」の再来である。

#### 4. 国債残高と部門別保有状況

表5は国債発行残高とその部門別保有残高の推移を示したものである。

75年度末発行残高は16兆円（対GDP比率10%）、85年度末は137兆円（同比率42%）、95年度末は228兆円（同47%）と増加している。とくに76～85年度間（昭和50年代）の発行増加額は120兆円に達し、つづく86～95年度のそれも90兆円である。結局この20年間の国債発行額は210兆円になり、年率増加率20%は平常時の先進国においてあまり前例のない高い数値である。

国債の引受けは当初は銀行などの民間金融機関・証券会社から成る国債募集引受団（シンジケート団）による一括引受け方式によっていた。その後、発行額の増加とともに消化先のニーズに応じて長期利付債一本から中期債など国債の種類が多様化された。また流通市場の発達、流通利回りの形成とともに公募入札方式が漸進的に採用されてきた。そして、89年以降、発行額の大宗を占める長期利付国債について毎月発行額の6割は価格競争入札によ

表5 国債の部門別保有残高とその変動

(単位: 兆円)

	残 高 (年度末)					部門別保有増減				
	75	80	85	90	95	71/75	76/80	81/85	86/90	91/95
日本銀行	5.3	8.7	4.5	7.7	18.6	4.1	3.4	-4.2	3.2	10.9
民間金融	5.4	27.9	58.6	70.8	109.6	4.9	22.4	30.7	12.2	38.8
銀行等	5.2	23.8	36.1	47.8	47.7	4.8	18.6	12.3	11.7	-0.1
(銀行)	( 4.4)	(16.1)	(19.7)	(33.1)	(28.3)	( 4.0)	(11.7)	( 3.6)	(13.4)	(-4.8)
信託助定	0.0	2.1	10.8	11.5	21.6	...	2.1	8.7	0.7	10.1
保険会社	0.3	1.1	4.0	5.7	31.9	...	0.8	2.9	1.7	26.2
投資信託	0.0	0.7	6.7	4.0	3.8	...	0.7	6.0	-2.0	-0.2
証券会社	0.0	0.2	0.8	1.5	4.4	...	0.2	0.6	0.7	2.9
公的金融	3.0	11.9	40.4	63.8	87.1	1.9	8.9	28.5	23.4	23.3
金融部門(計)	13.7	48.5	103.5	142.4	215.3	10.9	34.8	55.0	38.9	72.9
政府公共	0.0	2.2	1.5	1.4	0.1	-0.1	2.2	-0.7	-0.1	-1.3
民間・海外	2.1	21.2	31.6	25.8	23.6	1.4	19.1	10.4	-6.9	-2.2
個人	( 1.1)	( 9.2)	(16.0)	(12.6)	( 3.7)	( 0.7)	( 8.1)	( 6.8)	(-3.4)	(-8.9)
企業・海外	( ...)	( ...)	( ...)	( 7.2)	(10.0)	( 0.7)	(11.0)	( 3.6)	(-3.5)	( 2.8)
保有高合計	15.8	71.9	136.6	169.6	239.0	12.2	56.1	64.7	31.9	69.4
(参考)発行残高	15.8	71.9	136.6	168.5	228.0					

(資料) 日本銀行資金循環統計

て、残りはその決定利回りで引受けシ団によって引受けられている。

表5において国債残高は70年代には大半が民間金融機関とくに引受シ団の中心である銀行によって引き受け・消化されていたが、80年代には機関投資家(生保・投信)、そして資金運用部(公的金融部門)の保有シェアが増加してきた。日本銀行の保有残高は買オペレーションによっておもに銀行から買入れたものであるが、資金運用部との間で国債の売買分も含まれる。公的金融部門(資金運用部)の保有増加は、郵便貯金の伸長を背景に運用部の引受け増加がその主要内容であるが、そのほかその余資運用分として前述の日銀からの買入れ額が含まれている。なお金融部門以外の民間・海外部門の保有高のシェアは95年度末で全体の10%、うち個人部門のシェアは2%見当とみられる。

このように75年度以降の20年間に於いて国債残高が急テンポで増加した

財政・金融と資金循環

表 6 金融機関貸出金・公社債発行残高

(単位：兆円)

年度末	70	75	80	85	90	95
金融機関貸出 (A)	86.4	208.5	354.1	546.7	862.9	1,009.4
民間金融 (銀行)	72.2 ( 41.2)	167.1 ( 89.4)	261.5 (136.9)	403.3 (235.7)	665.8 (436.9)	718.4 (474.4)
公的金融	14.2	41.4	92.6	143.4	197.1	291.0
公共債	11.4	36.1	115.7	196.3	228.5	324.4
中長期国債 (a)	3.6	15.8	71.9	136.6	168.5	228.0
地方債	1.6	7.1	17.4	20.8	19.2	36.2
公団債	5.4	11.4	20.6	27.4	25.6	39.5
公庫債	0.8	1.8	5.8	11.5	15.2	20.7
(政保債)*	(n.a.)	( 2.4)	( 7.4)	( 16.4)	( 19.6)	( 21.8)
民間債	9.5	22.8	36.4	62.2	110.7	138.3
金融債	6.3	16.0	26.1	43.8	67.9	76.2
事業債	3.2	6.8	10.3	18.4	42.8	62.1
外債	0.4	0.9	2.5	9.0	36.6	29.0
公社債計 (B)	21.3	59.8	154.6	267.5	375.8	491.7
政府短期証券 (C)	1.9	4.1	13.1	13.7	23.0	29.3
株式 (D)	10.4	15.6	20.4	40.7	81.4	87.1
合計(E=A+B+C+D)	120.0	288.0	542.2	868.6	1,343.1	1,617.6
A/E (%)	72.0	72.3	65.3	62.9	64.2	62.4
B/E (%)	17.8	20.8	28.5	30.8	28.0	30.4
a/B (%)	16.9	26.4	46.5	51.5	44.8	46.4

(資料) 日本銀行資金循環統計

ため、公社債全体の発行残高も大きく増加した。ちなみに 95 年度末公社債残高は 490 兆円（うち国債残高 228 兆円）であり、75 年度末の 60 兆円の 8 倍、年率増加率 11%（国債残高は 14 倍、年率増加率 28%）となる。

この間、金融機関貸出残高は 95 年度 1,000 兆円（うち民間金融機関貸出残高 720 兆円）であり、75 年度末の 4.8 倍、年率増加率 8.2%（民間金融機関 4.3 倍、同 7.6%）となる（表 6 参照）。また株式発行残高は 95 年度 87 兆円であり、75 年度末の 5.5 倍、年率増加率 9.0%となる。そして貸出金・公社債・株式残高合計に占める公社債発行残高の割合は、75 年度末 21%から

85年度末31%に高まり、95年度末も30%の水準を続けた。資金循環統計データからみた「金融の証券化」、「金融の債券化」の動きである。

#### IV. 資金の「貸し手」としての財政

##### ——財政投融资活動——

##### 1. 財政投融资のしくみ

政府の財政活動と金融との第2の関係は、資金の「貸し手」としての側面、すなわち「財政投融资」活動にみられる。財政投融资とは、政府が財政の仕組みを通して民間から資金を集め、資金運用部においてこれを一元的に管理して、国の経済政策の一環として地方公共団体・政府関係機関（公団等）の「公共部門」と、海外投資・経済協力・中小企業・農林漁業・住宅など民間部門の特定分野に対して、政策的に資金を供給（投資・貸付）する制度をいう。その大綱は毎年度政府によって「一般会計予算」とともに「財政投融资計画」として立案され国会に提示される。

財政投融资計画は、①郵便貯金・簡保年金など民間部門から原資を調達する側面（いわゆる「入口機関」）、②これら財投資金を管理する中央機関である資金運用部、および③各種の政府系金融機関など財投資金を運用する側面（いわゆる「出口機関」）から成る。資金循環勘定においては、これら資金運用部・郵便貯金制度・簡保年金基金・政府系金融機関の全体、すなわち中央機関・入口機関・出口機関の総体の金融活動が「公的金融」部門の与信・受信として記録される。

また財投計画の計数は毎年度編成され、その計数は「フロー」である。資金循環勘定の公的金融部門はもちろんフローの計数であるが、残高表では期末残高のストック計数としてもとらえられる。

## 2. 広義金融市場

資金循環統計によってわが国金融システム全体における公的部門のシェアからみていく。表7「広義金融市場の資金供給」は、前掲図1・2でみたように、「広義金融市場」から企業・個人・公共の国内経済3部門にどれだけの資金を供給したかを記録した計表である。前掲表4「国内経済部門の資金調達」は資金の借り手サイドの動きをみたものであるが、表7はそれを資金の貸し手サイドの動きをみたものである。

表7において、資金供給の主要経路は民間金融部門であり、そのシェアは70年代前半までは70%台を占めていたが、70年代後半と80年代前半には60%前後に低下した。これに対して、公的金融部門の資金供給のシェアは70年代前半までは20%以下、70年代後半と80年代前半には27%に高まった。ところが、80年代の金融緩和—景気拡大期には民間金融のシェアが再び70%台に高まり、公的金融のシェアが20%に低下した。しかし90年代前半の景気調整期にはその反動として民間金融のシェアは43%に低下し（90年度54%→95年度45%）、証券市場・外資市場が年によって変動するなかで、公的金融のシェアは大幅に上昇し50%台の高水準を持続した。景気調

表7 広義金融市場の資金供給—対国内経済部門

(単位: 兆円)

年度	71~75	76~80	81~85	86~90	91~95	91	92	93	94	95
金融機関	149.2	216.2	269.1	427.0	273.6	48.9	63.7	57.9	40.4	62.7
{貸出	121.7	142.7	188.3	315.9	146.4	39.3	37.2	27.9	24.0	18.0
{証券投資	27.4	73.4	80.8	103.8	128.2	11.5	24.8	30.0	17.6	44.3
{C P	—	—	—	7.3	-1.0	-1.9	1.7	-0.0	-1.2	0.4
{民間金融	117.0	147.9	187.6	333.0	121.8	18.4	33.7	27.5	12.2	30.0
{公的金融	32.1	68.3	81.5	94.0	151.8	30.5	30.0	30.4	28.2	32.7
証券市場	10.3	22.7	19.1	7.3	-20.4	-5.1	-7.6	-7.7	5.9	-5.9
外資市場	3.5	8.3	11.0	36.1	28.6	15.1	-2.9	4.7	2.2	9.5
合計	163.1	247.3	299.3	470.4	281.8	58.9	53.2	54.9	48.5	66.3

表8 政府金融機関の貸出残高

(単位: 兆円)

暦年末	70	75	80	85	90	95
開 発 銀 行	1.8	3.4	5.0	7.6	9.5	15.1
輸 出 入 銀 行	1.5	3.2	5.1	5.7	6.3	8.9
国 民 金 融 公 庫	0.7	2.0	4.0	5.1	7.1	9.2
住 宅 金 融 公 庫	1.1	3.8	12.7	24.6	40.3	65.0
農林漁業金融公庫	1.0	1.9	3.7	5.1	5.3	4.9
中小企業金融公庫	0.9	2.4	4.4	5.4	7.3	7.8
公営企業金融公庫	0.4	1.1	4.3	9.4	12.7	17.1
そ の 他 公 庫	0.4	1.1	2.2	2.5	3.0	4.7
合 計	7.7	18.9	41.4	65.4	91.5	132.7
(参考)銀行貸出残高	39.4	88.7	136.4	237.1	443.3	486.3

(資料) 日本銀行「経済統計年報」1995年版

整が長期化するもとで企業の借入需要が低調となり、また銀行自体も多額の不良債権を抱えて貸出増加には慎重であった。こうした資金需給両面の要因から、銀行貸出が伸び悩んできたが、そのなかで公的金融の貸出は、住宅金融・中小企業金融などの分野で民間金融を「補完」するかたちで増加した(表8参照)。

### 3. 民間金融と公的金融

バブルの発生と崩壊をはさんで民間金融と公的金融のシェアは大きく変化した。この動きを与信・受信のフロー面とストック面の割合の変化によってみてみよう(表9参照)。

まずフロー面について、71～85年度間通算では与信・受信両面ともに民間金融は72%、公的金融が28%であったが、銀行貸出が伸長した86～90年度にはその割合が80%対20%に変化した。しかし91～95年度には与信面では銀行貸出の伸び悩みから民間金融が48%、公的金融が52%に、また受信面でも銀行預金の不振から民間金融が52%、公的金融が48%にそれぞれ大



財政・金融と資金循環

表 9 民間金融と公的金融

(単位：兆円)

年 度	残 高				増 減		
	80	85	90	95	81/85	86/90	91/95
〈与 信〉							
民間金融	348.9	563.8	945.9	1,075.7	214.9	382.1	129.8
貸 出	258.5	403.3	665.8	718.4	144.8	262.5	52.6
証 券 投 資	90.4	160.5	280.1	357.3	70.1	119.6	77.2
公的金融	120.3	202.9	300.6	455.8	82.6	97.7	155.2
貸 出	92.6	143.4	197.1	291.0	50.8	53.7	93.9
証 券 投 資	27.7	59.5	103.5	164.8	31.8	44.0	61.3
合 計	469.2	766.7	1,246.5	1,531.5	297.5	479.8	285.0
〈受 信〉							
民間金融	323.5	534.8	933.3	1,096.3	211.3	398.5	163.0
預 金	233.0	355.1	562.5	628.3	122.1	207.4	65.8
金融債	26.1	43.8	67.9	76.2	17.7	24.1	8.3
信 託	26.7	51.5	104.8	133.1	24.8	53.3	28.3
保 險	31.9	63.6	147.7	212.2	31.7	84.1	64.5
投 資	5.8	20.8	50.4	46.5	15.0	29.6	-3.9
公的金融	120.8	206.5	304.0	474.8	85.7	97.5	170.8
郵便貯金	62.1	103.4	136.6	214.5	41.3	33.2	77.9
簡保年金	15.2	28.6	51.8	92.4	13.4	23.2	40.6
厚生国民年金	37.7	63.0	100.4	147.2	25.3	37.4	46.8
公庫債	5.8	11.5	15.2	20.7	5.7	3.7	5.5
合 計	444.3	741.3	1,237.3	1,571.1	297.0	496.0	333.8

(資料) 日本銀行資金循環統計

大きく変化した。

次に与信・受信残高（ストック）について。民間金融の与信残高は85年度末564兆円、95年度末1,075兆円、受信残高はそれぞれ535兆円、1,096兆円であり、これに対して公的金融の与信残高は203兆円、455兆円、受信残高は207兆円、475兆円である。民間金融に対する公的金融の資金量の比率は、この10年間で与信・受信残高ともに若干上昇し、95年度末でいえば

与信・受信残高ともに42～43%（85年度末36～39%）である。

公的金融部門の中央機関は資金運用部であり、95年度末残高は370兆円、  
 ついで簡易保険資金の残高は92兆円である。資金運用部資金は郵便貯金預託金210兆円（銀行預金460兆円の45%）、厚生保険預託金100兆円（民間生保180兆円の55%）、国民年金預託金8兆円などから成る。財投原資は資金運用部資金、簡易保険資金に次いで「民間資金活用分」として政府保証債の発行があり、95年度末の発行残高は22兆円（普通国債残高225兆円の10%）である。

## V. 財政収支・通貨供給・日銀信用増減

### ——財政のマネタリー・サイド——

#### 1. マネーサプライ増減

ここでは財政が通貨供給量（マネーサプライ）の増減に、また日銀信用の増減に、それぞれどのようにかわるか、またあわせて財政と金融資産負債残高の形成との関係についてみよう。これは財政と金融の関係について、第3の「マネタリー・サイド」の問題である。

70年代以降最近までの25年間におけるマネーサプライ  $M_2 + CD$ （平残）の推移をみると（表1）、対前年増加率は71～73年度の20%台から74～79年度は10%台に、82～86年度には8～9%の1桁に低下した。その後円高下の金融緩和過程の87～90年度には増加率が10%台に上昇したあと、引締め反転により急速に低下し、再緩和後も景気調整過程の91年度以降も伸び悩み、とくに92年度はゼロとなった。そして93年度から徐々に持ち直し、94年度は2.5%、95年度は3.1%（暦年ではそれぞれ2.1%、3.2%）となった。

マネーサプライの関連統計として銀行貸出残高の対前年増加率は、 $M_2 + CD$  残高の増加率とおおむね同じテンポで動いている。71～72年度の増加

率は20%台の高い数値を示し、その後10%前後を続け、引締めめの79～80年度に7%台に低下した。80年代前半には10%台、後半は12%と高まったが、90年代には大きく低下し92年度以降にはほとんど横ばいの状態を続けた。

表10「マネーサプライ  $M_2+CD$  増減と信用面の対応」は、銀行組織（日本銀行と銀行の統合勘定）における  $M_2+CD$  の増減（貸方）に見合う資産項目（借方）の動きを整理したものである。

$M_2+CD$  増加の見合い資産としては、「対外純資産」の増加と「国内信用」の増加の2項目および「その他」項目から成り、「国内信用」はさらに財政部門向け信用（国債・公団債）・地方公共団体向け信用（地方債・貸付）・民間部門向け信用（貸出・事業債・株式）に分かれる。「その他項目」には金融債・信託勘定借・金融機関預金などの増減の内訳項目がある。

さて70～80年代を通観すると、まず対外純資産は減少しており、むしろ通貨の減少要因であった。 $M_2+CD$  増加の見合い資産はすべて国内信用であり、とくに民間部門向け信用（貸出）増加であった。時期的には76～80年度では民間部門向け信用がゆるやかな伸びにとどまっていたなかで、財政部

表10  $M_2+CD$  増減と信用面の対応

(単位：兆円)

年 度	$M_2+CD$ 増 減 (A)	対 外 純資産 (B)	国 内 信 用 (C)	対財政	うち 国債	対地方 公 共 団 体	対民間	うち 貸出	その他 (D)	うち 金融債
1971～75	71.2	▲ 2.6	87.3	10.0	9.7	3.8	73.5	70.6	▲13.5	▲ 7.5
76～80	81.9	▲ 1.7	101.3	22.9	21.4	5.7	72.7	68.5	▲17.7	▲ 9.2
81～85	105.8	▲ 8.8	132.3	15.4	5.6	0.3	116.5	110.9	▲17.7	▲14.8
86～90	190.9	▲17.6	227.5	18.6	16.4	▲ 0.1	209.0	183.7	▲19.0	▲20.5
91～95	55.2	73.5	38.7	▲ 6.1	3.5	9.1	35.7	21.6	▲57.0	▲ 7.0
91	3.5	17.3	15.0	▲ 4.9	▲ 2.8	0.6	19.4	16.6	▲28.8	▲ 6.8
92	6.1	8.1	16.8	1.3	3.7	1.8	13.7	12.4	▲18.9	▲ 2.6
93	9.3	13.5	▲ 5.5	4.1	0.7	2.6	▲12.1	▲14.8	1.2	0.6
94	17.0	30.8	2.2	▲ 4.7	▲ 0.9	2.0	4.9	0.7	▲16.0	0.5
95	19.4	3.8	10.2	▲ 1.9	2.8	2.2	9.9	6.7	5.5	1.3

(資料) 日本銀行「経済統計月報・年報」本表のしくみ：A=B+C+D

表 11 資 金 需

年 度	銀行券 (B)	財 政 (G)	一般財政	国 債	外 為	その他 (e)*
1971～75	▲ 6.3	2.9	9.9	▲10.2	3.2	▲ 1.7
76～80	▲ 5.6	5.5	48.6	▲45.8	2.7	▲ 2.5
81～85	▲ 5.4	▲ 1.4	43.5	▲41.4	▲ 3.5	1.5
86～90	▲11.4	0.9	11.5	▲13.9	3.3	3.2
91～95	▲ 8.4	▲12.8	31.7	▲55.5	11.0	6.0
91	▲ 0.3	▲18.5	▲ 7.5	▲10.8	▲ 0.2	6.0
92	▲ 0.7	▲ 1.1	4.4	▲ 4.1	▲ 1.3	▲ 0.1
93	▲ 1.7	7.3	13.8	▲10.4	3.8	0.1
94	▲ 1.7	5.0	15.0	▲13.8	3.1	0.7
95	▲ 4.0	▲ 5.6	6.0	▲17.5	5.6	0.3

(資料) 日本銀行「経済統計月報・年報」

(注) ▲印 (B銀行券発行超, G財政揚超, B+G+e資金不足, R準備預金減少)

門向け信用とくに国債の引受けが増加した。また 86～90 年度には民間部門向け信用が著増し、財政部門向け信用も増加した。70～80 年代を通して対外純資産が減少したのは、経常収支黒字を上回る資本収支の純貸付（赤字）がおこなわれ、国際収支旧フォームでいう総合収支（below the line）が赤字となり、為銀はユーロ市場からの短期借入れによって外貨繰りをつけてきたことによるものである。つまり、為銀の短期対外ポジションは債務超過であり、純債務残高が年々増加していた。これは対外流動性の面からは通貨供給の減少要因である。

91～95 年度には前述のように  $M_2 + CD$  増加額は著しく縮小したが、その見合い資産の動きについても、対外純資産が増加し国内信用増加額が大幅に減少したこと、さらに「その他項目」（通貨減少要因）が増加したことが、それまでと異なる動きとして注目される。国内信用の増勢鈍化は、まず民間部門向け信用、とくに企業への貸出が伸び悩んだこと、および財政部門向け信用も純減となったことによる。財政部門向け信用の純減は、公的金融部門

財政・金融と資金循環

給 実 績

(単位：兆円)

資金過不足 (▲) (B+G+e)	日銀信用 (N)	貸 出	手 形 CP オペ	FB・TB	債券オペ	準備預金 (R)
▲ 5.1	6.2	▲ 0.8	2.3	—	4.7	1.1
▲ 2.6	3.9	▲ 0.1	▲ 0.3	—	4.2	1.3
▲ 5.3	5.8	2.2	2.6	▲ 1.0	2.0	0.4
▲ 7.3	9.3	1.0	2.2	▲ 0.6	6.8	2.0
▲15.2	13.3	▲ 3.2	0.5	1.3	13.3	▲ 1.9
▲12.8	11.0	0.5	4.1	1.0	2.4	▲ 1.7
▲ 1.8	1.4	1.0	▲ 0.1	▲ 0.6	2.7	▲ 0.4
5.7	▲ 5.6	0.1	▲ 4.5	▲ 2.0	1.7	0.1
3.3	▲ 2.7	▲ 2.0	▲ 3.1	1.4	1.3	0.7
▲ 9.6	9.1	▲ 2.9	4.1	1.4	5.1	▲ 0.5

(B+G+e) - N = R

\* 92年8月以降「その他」の一部が「国債」に移しかえられた。

に多額の余資が発生し、日銀が資金運用部に国債を売却して余資を吸収したことによる。また「対外純資産」の増加は、外貨準備の増加と為銀の短期対外純資産の増加がそのおもな内容である。80年代には前述のように為銀は海外からの短期借入れによって外貨繰りをつけてきたが、90年代には長期資本収支の純貸付が減少し為銀の外貨繰りに余裕が生じたので、為銀は短期借入れを返済し短期対外ポジションの改善をはかった。

## 2. ベースマネーの需給と日銀信用

表11「資金需給実績」は、短期金融市場におけるベースマネー（あるいはハイパワードマネー）の需給と日銀信用増減の推移を示したものである。ベースマネーの需給要因として銀行券の発行（還収）と財政資金の対民間収支があげられる。

日本銀行は「発券銀行」として民間の現金需要に応じて銀行を通じて民間に銀行券を供給する。そのためには日銀は銀行から当座預金（準備預金）を

預かり、銀行券を発行するとき当座預金勘定を払い落す。この場合、その残高が不足するときには、日銀は銀行に信用供与して残高を補填する。逆に銀行券が日銀に還流するとき、日銀勘定の金融機関当座預金（準備預金）はそれだけ増加する。

また日本銀行は「政府の銀行」として政府当座預金勘定において財政資金を預かり民間との資金の受払いを同勘定を通じて一元的に取り扱っている。財政資金が対民間散布超過であるとき、政府は政府短期証券（大蔵省証券）の日銀引受けによって当座勘定残高不足分を調達し民間に支払う。それはベースマネーの供給であり、銀行の準備預金の増加となる。反対に財政資金が対民間引揚げ超過のときには、日銀勘定における政府当座預金は増加し、銀行の準備預金は減少する。政府は政府当座預金の増加額を日銀保有の政府短期証券の償還にあてる。

このように銀行券の発行増減と財政資金の対民間収支差額はベースマネー（準備預金）の需給要因となる。銀行券発行と財政資金の引揚げ超過は準備預金（ベースマネー）の需要増加、すなわち金融市場の逼迫要因となる。反対に銀行券の還収と財政資金の散布超過は準備預金（ベースマネー）の供給増加、すなわち金融市場の緩和要因となる。同表の「資金過不足」は「銀行券」要因と「財政」要因の純計額であり、金融市場の需給ギャップを示す。日本銀行は「資金過不足」に対してオペレーション・貸出などによって市場資金の量的調整をおこなっている。

上述のように財政資金の対民間収支は「政府当座預金」の受払いによっておこなわれるので、その収支差は政府当座預金残高の変動・過不足となる。政府と日銀の間で政府短期証券の日銀引き受けあるいは償還、すなわち日銀の対政府信用増減によって、政府当座預金残高の変動が調整されている。なすわち、財政資金の対民間受払い取引の裏側に、日銀の対政府信用増減がおこなわれている。

以上の銀行券と財政資金の両要因と日銀信用増減の関係は、次の式(1)(2)(3)で示される<sup>(4)</sup>。

$$\text{銀行券増加} + \text{財政対民間揚超} = \text{日銀対民間信用増加} + \text{準備預金増減} \quad (1)$$

$$\text{財政対民間揚超} = \text{日銀対政府信用減少} \quad (2)$$

$$\text{銀行券増加} + \text{準備預金増減} = \text{日銀対政府信用減少} + \text{日銀対民間信用増加} \quad (3)$$

このベースマネーの需給バランスの考え方は、銀行券と財政資金の動きを「金融市場」の「外生要因」としてとらえ、その「市場」へのインパクトと日銀の政策的対応を示すものである。銀行券の発行増加は民間部門の所得—消費活動の活発化に基づく現金需要の増加によって生ずるものであり、金融市場における日々の動きに対しては「外生要因」である。日本銀行はこうした市場資金の日々の動きの調整に当たっているが、銀行券や財政資金の動きは短期的には市場外からの所与として扱われている。しかし、われわれの「図式論」的に時の経過をたどってみるならば、銀行の与信活動と企業の投資活動が先行し、それが所得—消費活動を通じて銀行券の需要増加をもたらす関係にあることから、銀行の与信活動と銀行券の動きとは決して無関係とはいえない。日本銀行は短期市場金利（コールレート翌日物）の動きを目安に金融調整をおこなっており、その点で、日銀の金融調整は受動的なものでなく、むしろ、政策スタンス（市場金利の決め方）いかんによって銀行の与信活動に対するコントラビリティを確保しているといえよう。

本論の主題である国債発行については、財政法第5条によって国債の日銀引受けによる発行は禁止され、国債の市中消化の原則が堅持されて、インフレーションへの歯止めが設けられている。政府短期証券（financing bill）の代表は、国庫金の出納上必要があるときに発行される大蔵省証券（Treasury financing bill）であり、期間60日、年度中に償還されることになってい

る。政府短期証券の発行限度は国会の議決を必要とするが（財政法第7条）、日銀法においてその引受け限度額の規定はない。政府短期証券の発行は建前上は市中公募制をとっているが、実態はほとんど全額が日銀引受けとなっている。そのため前述のように、財政資金の対民間散布（または引揚）超過は、日銀の政府短期証券の引受け（または償還）によってファイナンスされているのである。

さて表11「資金需給実績」において財政資金の対民間収支には一般財政・国債・外為会計（正しくは外国為替資金特別会計）の内訳項目がある。「外為会計」からみると、日本銀行は外為会計（MOF 勘定）の代理人として外国為替市場へのドルの買介入（円資金の支払）・売介入（円資金の引揚げ）をおこなっており、「外為会計」はドル資金の売買にともなう円資金の対民間受払いの動きを示す。外為会計のドル買は外貨準備高の増加となり、その円貨代り金が日銀の外国為替資金証券の引受け発行によって支払われる。外為会計と日本銀行を一体としてみれば、外貨準備（対外流動性）の増加に見合ってベースマネー（国内流動性）が供給されることになる。

「国債」は、市中消化（金融機関・個人消化）による国債発行代り金の政府当座金勘定への移納額を示す<sup>(2)</sup>。「一般会計」は、「外為」「国債」以外の一般会計・特別会計の財政資金の受払差額である。すなわち、租税・社会保障費・公共事業費・地方交付税交付金・郵便貯金・財政投融资などの動きのすべてを含む。

同表によると、「銀行券」の増加は70年代以降5年間で5兆円台のテンポであったが、86～90年度の景気拡大期には11兆円、91～95年期の景気調整期でも8兆円と高まり、民間の現金需要は強くなっている。

「財政」要因について、「外為」要因は80年代前半のドル売り・円買いの時期を除いて、70年代前半（円切上げ前後）・同後半（円高期）および90年代前半（円高期）には多額のドル買い・円売りがおこなわれた。「国債」



は大量発行期の 76～80 年度と 81～85 年度、および 91～95 年度にはそれぞれ 5 年間で 40～50 兆円台（年度平均 9～11 兆円）の多額を記録した。

「一般財政」の払超額と「国債」発行額を比べると、70～80 年代の 20 年間は両要因の金額はおおむね見合っており、「財政」全体の受払差額は「外為」の受払差額によって左右されたといえる。ところが、91～95 年度の「一般財政」と「国債」両要因の差額は約 24 兆円引揚げ超過となる。「外為」の払超 11 兆円を控除した「財政資金」全体は 5 年間で約 13 兆円の巨額の引揚げ超過となった。年度別には 91 年度と 95 年度の引揚げ超過が大きい。91 年度は財政再建の基本方針のもとに中立的予算が組まれ、財政規模の拡大が抑制されたことがあげられる。民間からの引揚げ資金は日銀保有の政府短期証券の償還に当てられた。そのほか財政の金融活動の面でも 91 年度には郵便貯金が伸長したことによって、また 95 年度は政府金融機関の貸出が財投金利と市中貸出金利の逆転から減勢にむかったために、両年度とも公的金融部門に多額の余資が発生した。これら資金運用部余資は、前述のように年度末に運用部によって日銀からの国債の買入れにあてられた。

以上、過去 25 年間における金融市場におけるベースマネーの需給関係を総括する。

財政要因は外為会計を含めて時期により払い超・揚げ超であったが、70～80 年代においてはその差額は銀行券要因に比べて概して小さく、その結果、日銀信用の増減は銀行券要因によっておおむね決定されてきたといえる。ところが、91～95 年度においては財政要因の振幅が拡大し、とくにその引揚げ超過額が銀行券増加額を上回った。ちなみに、86～90 年度と 91～95 年度を対比すると、86～90 年度では銀行券増加が 11 兆円に対して日銀信用増加は 9 兆円、91～95 年度では銀行券増加が 8 兆円に対して日銀信用増加は 13 兆円を記録した。

### 3. 金融資産負債残高

表12「国内経済部門の金融資産負債残高」によって通貨を含む流動性の供給残高の最近の動向をみてみよう。

$M_2 + CD$  残高（末残）の対 GDP 比率は 85 年度末の 97% から 90 年度末 115% に 18 ポイント上昇したが、95 年末は横ばいの 115% であった。しかし、 $M_1$  残高（末残）の対 GDP 比率はこの間 27% から 28% に、さらに 36% へと、90 年代にはいりとくに 94～95 年度には大きく上昇した。これは低金利が長期化すると、金利面の魅力の乏しい定期性預金よりも流動的な要求払預金への選好が強くなり、前者から後者への預金シフトが活発化してきたことを示すものである。

$M_2 + CD$  のほかに郵便貯金・信託元本・債券類などを含む「広義流動性」L（資金循環統計による末残推計値）の対 GDP 比率は、85 年度末の 186% から 90 年度末には 27 ポイント高の 213% に、95 年度末には 15 ポイント高の 228% となった。これは、おもに郵便貯金の好伸（増加率年率 86～90 年度 5.7%，91～95 年度 9.4%）によるものである。

また、広義流動性 L に含まれていない金融資産、例えば生保・簡保払込額、株式（時価評価）、資金運用部預託金（原生・国民年金）を加えた金融資産保有高合計（ただし対外信用を除く）について、その対 GDP 比率は 85 年度末の 274% から 90 年度末には 61 ポイント上昇して 335%，95 年度末には 25 ポイント上昇し、360% となった。この間、株価の騰落（86～90 年度 14 ポイント上昇、91～95 年度 15 ポイント低下）もあったが、生保・簡保払込み資金（86～90 年度 17 ポイント上昇、91～95 年度も 17 ポイント上昇）、資金運用部預託金（それぞれ 3 ポイント、7 ポイント上昇）が着実に増嵩したことが注目される。

他方、国内経済部門の資金調達（金融負債）残高（対外債務を除く）につ

財政・金融と資金循環

表 12 国内経済部門の金融資産負債残高

(単位：兆円)

年 度	85	90	95
現金・要求払預金	99.4	137.1	190.7
定期性預金	256.7	424.9	439.1
郵便貯金	103.0	136.3	213.4
外貨預金・CD	14.2	25.1	31.1
(小 計)	473.3	723.4	874.3
信託	51.5	104.8	133.0
債券	61.2	62.4	39.1
投資信託	18.6	42.5	57.7
その他計 (L)	604.6	** 936.9	** 1,110.7
民間保険	63.6	147.7	212.2
簡保年金	28.6	51.8	92.4
株式	128.7	235.3	189.8
運用部預託金	62.9	100.4	147.2
対外信用	...	63.0	59.5
合 計	888.5	1,535.1	1,812.1
M <sub>1</sub> 末残	89.0	124.6	174.6
M <sub>2</sub> +CD //	313.9	504.9	560.1
L (推計)	604.6	936.9	1,110.7
国内金融資産 (A)*1	888.5	1,472.1	1,752.6
(参考) GDP	324.3	438.9	487.2
M <sub>1</sub> /GDP (%)	27.5	28.4	35.8
M <sub>2</sub> +CD/GDP	96.8	115.0	115.0
L/GDP	186.5	213.5	228.0
A/GDP	274.0	335.4	359.7
金融機関借入金 (U)	546.7	862.9	1,009.4
民間金融	403.3	665.8	718.4
公的金融	143.4	197.1	291.0
証券発行 (V)	252.5	358.7	460.0
政府短期証券*2	4.7	7.2	0.6
国債	136.6	168.5	228.0
その他公共債	48.2	44.8	75.7
事業債	18.4	39.7	60.5
外債	7.9	33.4	26.1
株式	36.7	65.0	69.1
CP発行	—	11.2	7.8
対外借入	...	30.5	35.8
合 計	799.2	1,263.3	1,513.0
〈対外借を除く〉 (B)	〈799.2〉	〈1,232.8〉	〈1,477.1〉
B/GNP (%)	246.5	280.9	303.2
U/GNP	168.6	196.6	207.2
V/GNP	77.9	81.7	94.4

(資料) 日本銀行資金循環統計

(注) \*1 国内金融資産(A) 対外信用を除く

\*2 政府短期証券には外為証券を除く、金融債・公庫債・銀行株式は本表の対象外。

\*3 CP 3.8 兆円, \*4 CP 1.4 兆円, FB 5.2 兆円 それぞれ含む。

いて、その対 GDP 比率をみると、85 年度末 246%（うち政府 49%，公団・地方公共団体を含む公共部門全体 86%），90 年度末 280%（うち政府 44%，公共部門全体 71%），95 年度末 303%（うち政府 53%，公共部門全体 90%）である。政府・公共部門の債務の大部分が国債・地方債・公団債であり，しかもその大半以上が民間金融・公的金融部門によって消化保有されている（前掲表 5 参照）。民間部門の資産形態は前述のように預金・信託・保険などの間接金融資産であるため，国債など公共債については，個人など非金融部門によって保有されるウェイトは小さく，ほとんど大部分がこれら間接金融資産を通じて間接的に保有されている関係にある。

国内金融資産残高と金融負債残高の差額，すなわち金融純資産（負債）残高について，その対 GDP 比率を部門別にみると（表 13 参照），企業部門の純負債残高は 85 年度末 43%，90 年度末 58%，95 年度末 70%に上昇した。公共部門の純負債残高は 85 年度末 61%から 90 年度末に 40%に低下したが，

表 13 部門別金融資産負債残高

（単位：兆円）

年度末	金融資産残高			金融負債残高			金融純資産残高		
	85	90	95	85	90	95	85	90	95
企業	223.2	393.1	382.0	364.4	647.6	723.6	▲141.2	▲254.5	▲341.6
個人	585.5	941.7	1,183.0	155.8	273.1	314.6	429.7	668.6	868.4
公共	79.8	137.8	187.6	279.0	312.1	438.9	▲199.2	▲174.8	▲251.3
（政府）	( 66.1)	(105.0)	(153.6)	(158.0)	(191.9)	(257.3)	(▲ 91.9)	(▲ 86.9)	(▲103.7)
（地公・公団）	( 13.7)	( 32.3)	( 34.0)	(121.0)	(120.2)	(181.6)	(▲107.3)	(▲ 87.9)	(▲147.6)
合計	888.5	1,472.1	1,752.6	799.2	1,232.8	1,477.1	89.3	239.3	275.5
〈対 GDP 比率〉	(%)			(%)			(%)		
企業	68.8	89.6	78.4	112.4	147.6	148.5	▲ 43.5	▲ 58.0	▲ 70.1
個人	180.5	214.5	242.8	48.0	62.2	64.6	132.5	152.3	178.2
公共	24.6	31.3	38.5	86.0	71.1	90.1	▲ 61.4	▲ 39.8	▲ 51.6
（政府）	(20.4)	(23.9)	(31.5)	(48.7)	(43.7)	(52.8)	(▲ 28.3)	(▲ 19.8)	(▲ 21.3)
（地公・公団）	( 4.2)	( 7.4)	( 7.0)	(37.3)	(27.4)	(37.3)	(▲ 33.1)	(▲ 20.0)	(▲ 30.3)
合計	274.0	335.4	359.7	246.4	280.9	303.2	27.5	54.5	56.5
GDP（名目）	324.3	438.9	487.2						

（資料）日本銀行資金循環統計

95年度末に52%に上昇した。個人部門は純資産残高であり、同比率はこの間133%、152%、178%へと上昇した。91～95年度間に企業部門と政府公共部門の純債務比率がそれぞれ12ポイント悪化した。政府公共部門は企業部門と並んで巨額の純債務残高を負う状態になった<sup>(3)</sup>。

#### 注

- (1) 参考までに銀行券要因と財政要因を本文と反対の状況のもとで示すと次のようになる。

銀行券減少+財政対民間払超=日銀対民間信用減少+準備預金増減…(1)

財政対民間払超=日銀対政府信用増加……………(2)

銀行券減少+準備預金増減=日銀対政府信用増加+日銀対民間信用減少  
……………(3)

なお「準備預金増減」がバランス式の右辺か左辺のいずれにおくのがよいかは、「準備預金」の増減に対する問題意識による。例えば準備率の変更あるいは預金増加によって所要準備預金の積増額が金融調整上重要なときには、銀行券増減と同じく左辺におくほうが適切であるとみられる。

- (2) 一般会計予算では国債は税收不足を補填する国の債務証券であるが、国債が民間によって引き受けられるかぎり、その発行代り金は租税と同様に銀行の準備預金から引き揚げられ、日銀勘定の政府当座預金に納入される。
- (3) 表3 政府負債残高 95年度末 257.3兆円に対して大蔵省発表は326.3兆円、差額69.0兆円は、借入金中の郵貯(自由化対策特別勘定)35.2兆円、国鉄清算事業団5.1兆円、および外為証券28.7兆円(前掲表12注参照)が部門構成上の定義等から除かれているためである。

## VI. 国債発行をめぐる資金循環の「図式論」的解釈

### 1. 「図式論」の立場

最後に、財政・金融と資金循環の問題として国債の大量発行が定着し巨額の国債残高を抱える資金循環のメカニズムについて、われわれの「図式論」の観点から論点をまとめてみたい。

筆者が提唱する「図式論」については前稿で説明したが<sup>(4)</sup>、行論の順序と

してその大筋を簡潔にふれておきたい。

通貨の産業的流通と資金の金融的流通の総過程は、(1)銀行信用の供与—通貨の供給、(2)投資支出にはじまる所得循環（投資乗数の過程）、(3)貯蓄資金の形成、(4)貯蓄資金の運用（(3)(4)は「広義金融市場」の金融仲介過程）、(5)銀行間短期金融市場および中央銀行の金融調整、の5過程に分けることができる。通貨の産業的流通は(2)所得循環の過程だけであり、それ以外の4過程はすべて資金の金融的流通である。

「図式論」が描く資金循環のヴィジョンは、典型的には通貨・信用面では銀行の信用創造が、生産・所得面では企業の投資活動がそれぞれ先行するケインズ—シュンペーター的な成長経済型の資金循環である。本テーマである「財政と金融」の資金循環分析の問題点が最も鋭角的に表面化したのは、70年代後半の国債大量発行期、さらに90年代後半とくに最近94～95年度の長期化した景気調整期の資金循環においてである。70年代後半は第一次石油危機克服後の成長減速あるいは「安定成長」経済であり、94～95年度はゼロ成長の停滞経済である。いずれの時期も国債は資金循環の全過程において重要な地位を占めているが、この両時期の経済情勢・金融環境は著しく異なり、資金循環における国債の位置づけにも自ら相違する点があろう。

70年代後半は、企業の設備投資リード型の高度成長経済から、投資活動の沈静化と財政支出の増加への移行期である。そこでは銀行貸出に代って大量の国債が資金循環の全過程にどのように消化・吸収されたかに問題があった。これに対して、現在94～95年度は景気調整が長期化し金融緩和・低金利政策が進められているなかで、銀行貸出は伸び悩み、半面、巨額の国債残高の累積のうえに国債発行額が増加してきた。日本経済が景気の自律的回復軌道に乗っていないときに、大量の新発国債が資金循環の全過程にどのように消化・吸収されていくか。われわれの関心は、「図式論」の立場から、この2ケースについてその資金循環の仕組みとメカニズムを解明する点にある。

## 2. 安定成長期（70年代後半）の資金循環

70年代後半の安定成長下の資金循環とそのメカニズムについては、すでに前著『日本経済の資金循環』において記述した。ここではやや長きに過ぎるおそれもあるが、その論旨を引用することにしよう<sup>(2)</sup>。

安定成長経済下の資金循環バランスにおいては、高度成長期と異なり、企業部門の「資金不足」は減少し公共部門のそれは増加したが、企業・公共両部門の「資金不足」と個人部門の「資金余剰」が、おもに銀行を中心とする間接金融によって結ばれている点では高度成長期の資金循環の延長である。資金循環の始発点としての銀行信用の供与については、銀行の対企業貸出のほかに引受けシ団の中核でもある銀行の国債引受けが加わるが（第1過程）、対企業貸出の伸び悩みから銀行信用全体の増勢は鈍化した。この銀行信用の供与—その拡大テンポは低下したとはいえ—が資金循環の始発点となり、企業投資・財政支出の増加が所得循環を経て個人貯蓄の増加となる（第2過程）。個人貯蓄の運用面において在来型の銀行定期預金はその大部分を占め（第3過程）、それが銀行の与信面の対企業貸出や国債引受けに見合うことになる（第4過程）。そして民間部門において現金需要が増加すると、日本銀行は国債の買オペレーションを通じてその供給にあたることになる（第5過程）。こうして国債は資金循環の全過程に吸収されるが、この間、長短金融市場が徐々に発達し市場取引量が拡大してきた（第3・4過程）。そして国債の保有層が銀行などの引受シ団からその他機関投資家・企業・非居住者へと拡がるとともに、金利自由化への動きが促されることになった。

80年代入り後も国債発行が続き国債残高が増加するにともなって、長短金融市場が発達していった。再び同書から引用する<sup>(3)</sup>。

長短金融市場が発達している状況では、「信用—流動性」の増減は、「銀

行の信用創造—通貨の供給増加」(第1過程)と並行して「証券の流動化—通貨の不活動残高の活動化」(第4過程)の場合も、市場における証券の買い手が銀行であるときには、銀行貸出と同じくその信用創出の一形態となるが、「証券の流動化」の一般形態は、むしろ銀行以外の機関投資家・企業・個人間における売買取引であるとみるべきであろう。これは銀行信用の供与をとまなわないため、通貨量の供給増加とはならないが、不活動残高の活動化によって通貨の回転率の上昇をもたらし、証券の売り手である支出主体には新投資資金の調達となる。そして、それが実物面への投資支出(産業的流通)にあてられるときは、新しい所得循環を軸とする資金循環の第2過程の出発点となる。つまり、銀行の信用創造による通貨の供給増加は第1過程から第2過程に進むが、市場における「証券の流動化」は第4過程から第2過程に進むことになる。

### 3. 停滞経済下(94～95年度)の資金循環

今回の平成不況はバブル崩壊の後遺症も重なって長期化し、資金循環の様相もこうした景気とバブル崩壊の二重の影響をうけて大きく変容した。とくに94～95年度の資金循環の特色は、企業部門が「資金不足」部門から「資金余剰」部門に一変し、公共部門の「資金不足」が拡大した点に、集約的に示される。

企業部門の「資金余剰」すなわち貯蓄超過は、その投資活動が沈静化したために企業の貯蓄、あるいはキャッシュフローの範囲内にとどまったということである。すなわち、これはマクロ的には企業投資が企業貯蓄によって全部まかなわれたこと(自己金融)であり、企業の流動性水準が高く、新投資の金融に関する限り金融機関借入増加など外部負債に依存する必要がなかった状態を意味する。さきにみた銀行貸出の伸び悩みは、基本的には企業の借入需要の低調によるものであるが、こうしたなかで、企業は社債発行を活発にお



こない、社債発行代り金を短期借入金の返済に当ててきた。これは短期債務から長期債務への切換え（consolidation）であり、金融緩和—長期金利低下のもとでの現象として注目される。

企業部門の「資金余剰」化の他の一面は公共部門の「資金不足」の拡大である。国債発行の銀行引受けは、銀行の対政府信用の供与である（第1過程）<sup>(4)</sup>。財政支出の増大は企業投資とともに所得の乗数的拡大の流れの始点となる（第2過程）。所得循環過程において形成される貯蓄資金は、「広義金融市場」において預金・信託・保険・証券投資など種々の金融資産に運用される（第3過程）。「広義金融市場」においてこれら貯蓄資金は金融機関・市場を経由して貸出あるいは証券投資の形態で企業・個人・公共の諸部門に供給される（第4過程）。その場合、新発・既発国債は市場機構のなかで引き受けられ売買される。日本銀行は短期金融市場の動きに即して手形・国債のオペレーションをおこなう（第5過程）。

ところで、「図式論」第1過程の「銀行信用の供与—通貨の供給」はここではどのようなかたちであられるのであろうか。銀行貸出の伸び悩みについては繰り返し述べたが、それは貸出が皆無ということをもちろん意味するものでない。おそらく期間中の取引決済需資のかなりの部分は銀行の短期信用によってまかなわれることであろう。しかし、期中に回収した売上代金によって短期信用が返済されるならば、事後的バランスとして貸出残高の純増額はそれだけ減少するかたちとなる。

また、銀行の国債引受けは銀行の信用創造の一形態であり、与信先が企業と政府と違うだけである。しかし、もし銀行が保有する国債を流通市場で銀行以外の機関投資家に売却し、あるいは日本銀行の国債買オペレーションに対して売り応じるならば、銀行の国債保有残高はそれだけ減少するから、国債引受けによる銀行信用の供与がそれに応じて事後的バランスから姿を消すことになる。ただし、日銀の国債オペのとき、国債が銀行から日銀に移るだ

けで、統合銀行勘定 ( $M_2 + CD$  増減と信用面の対応) において国債残高の増減計数には変わりはない。

前掲表5「国債の部門別保有残高」でみたように、70年代には新発国債の過半が引受シ団とくに銀行によって引受けられていたが、80年代後半以降は銀行の引受けのほか生保・信託勘定・投信など機関投資家や資金運用部の保有割合が増加してきた。民間機関投資家や資金運用部の保有・引受け額が増加したことについては、次のような諸点があげられよう。すなわち、①資金源である生保・信託・郵貯・簡保などが好伸したこと、②企業の借入需要の減少、株式市場の不振によって機関投資家の資金運用に余剰が生じたこと、さらに③低金利・金融緩和の浸透によって国債流通市場が拡大し、市場取引に基づく収益機会が増加したことなどである。

ところで、銀行の国債引受けは「図式論」の第1過程であるが、機関投資家や資金運用部の国債引受け・保有増加は第4過程である。筆者が提唱する「図式論」は、第1過程から第5過程まで「時の経過」によって資金の流れの機能・形態が変化するプロセスを示すものであるが、国債の引受け・消化など異なる過程の現象が同じ時点（期間）で生ずることについて、読者は「図式論」自体に論理的矛盾をいだかれるかもしれない。この点、資金循環の流れは水量豊かな川の不断の流れにたとえることができる。「図式論」でいう資金の流れは数限りなく同時に、あるいは時をずらして併行して進んでおり、現実の資金循環バランスはこれら無数の金融取引の経済全体としての集計量である。したがって、「図式論」の第1過程から第5過程までの動きが、ある一定の時点（期間）において同時に生ずることこそ、むしろ現実の動きである。われわれの「図式論」はこうした設問に対しても答えられるものと思われる。

このように現在の停滞経済では企業部門が「資金余剰」部門となり公共部門の「資金不足」は拡大したが、個人部門の資金余剰と合わせて国内経済全

体のバランスは、「資金余剰」（海外部門は「資金不足」）である。「広義金融市場」では金融緩和のもとに銀行貸出の伸び悩みと国債の増発に、資金循環バランスの特色がみられる。「図式論」の視点からいえば、第1過程である「銀行貸出—通貨供給」の動きに活気が乏しく、これが第2過程以下の産業的流通と金融的流通の併行的拡大につながらなかった発端であるといえる<sup>(5)</sup>。

これに対して、60年代の成長経済においては公共部門はおおむね中立的ないし僅かの資金不足であったが、企業部門の大幅な「資金不足」のため国内経済全体は年により資金不足となった。それをうけて「広義金融市場」は「銀行のオーバーローン」に表徴され資金の需要超過の基調にあった。これは「図式論」的にいえば、第1過程の「銀行貸出—通貨供給」と第2過程「投資乗数的所得の拡大」が相互に交渉し、その総尻が第5過程の「日銀貸出の増大」となった経済成長型の資金循環バランスである。

このように成長経済と停滞経済の資金循環のパターンは全く対照的である。われわれの「図式論」は典型的には成長経済の資金循環をモデルとするが、若干のモディフィケーションを付けることによって、われわれの「図式論」の基本的見方は「国債を抱く」あるいは「国債に抱かれた」停滞経済の資金循環バランスに対しても十分適応できるものと思われる。

#### 注

- (1) 石田 [3] [4] [6]。
- (2) 石田 [3] 123—124 頁。
- (3) 石田 [3] 124 頁。
- (4) 国庫金の一時的不足の繋ぎとして政府短期証券（大蔵省証券）が日本銀行の引き受けによって発行されるとき、それはもちろん日銀の対政府信用の供与である。前述のように大蔵省証券は年度中に償還されなければならない（財政法第7条）。
- (5) 石田 [7]。

参考文献

- [1] 鈴木武雄『近代財政金融（新訂版）』春秋社 1966 年。
- [2] 新庄 博『財政金融経済論（増補版）』日本評論社 1978 年。
- [3] 石田定夫『日本経済の資金循環』東洋経済新報社 1993 年。
- [4] ———, 「資金循環分析の体系化に関する一考察—その試論的構想」明治大学社会科学研究所『紀要』第 29 巻第 2 号, 1991 年。
- [5] ———, 「戦後日本経済内外の動きと金融政策の運営」明治大学政治経済研究所『政経論叢』第 63 巻第 2・3 号, 1995 年 5 月。
- [6] ———, 「資金循環の図式論の拡充」前掲誌第 63 巻第 4・5・6 号, 1995 年 5 月。
- [7] ———, 「1994～95 年の資金循環の態様と公社債市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 4 号, 1996 年 11 月。